

د. محمد بن إبراهيم السحيباني

أستاذ مشارك، قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية

عرض مقدم لحلقة نقاش (الصكوك الإسلامية) التي تنظمها وحدة البحوث بكلية الشريعة بالرياض

الثلاثاء ربيع الثاني 1429هـ

محاور العرض

- لماذا الصكوك؟
- هيكل التصكيك
- أمثلة لهيكلة الصكوك الإسلامية.
- مقارنة
- ملاحظات ختامية

لماذا الصكوك؟

- السندات أداة مالية مهمة في الأسواق المالية:
  - مصدر لتمويل عجز ميزانيات الحكومات وتوسع الشركات
  - أداة لإدارة السيولة من قبل البنك المركزي
  - تمويل رأس المال العامل
  - تنويع مخاطر المحافظ الاستثمارية
- ولكن السندات محرمة شرعاً . (ديون ربوية)



هل يوجد بدل شرعي للسندات؟

- ظهر في عالم التمويل في العقود الأخيرة ما يمسى بالتمويل المهيكل structured finance الذي يتم من خلاله توزيع مخاطر التمويل من خلال استحداث شركة أو عدة شركات ترتبط فيما بينها ومع غيرها بمجموعة من الاتفاقيات.
- **التصكيك** (securitization) من أبرز أنواع التمويل المهيكل.
- التصكيك هو تجميع أصول مالية مدرة لعوائد وتحويلها إلى أوراق مالية، تباع على المستثمرين.
- أي أصل مدر لعوائد نقدية مستقبلية يمكن تصكيكه.
- لهذا تسمى الأوراق المالية المصككة، أوراق مالية مدعومة بأصول Asset-Backed Securities (ABS)

التصكيك

- بدأ التصكيك في الولايات المتحدة الأمريكية في السبعينات الميلادية باستخدام القروض العقارية، ثم قروض السيارات (1985م)، ثم قروض بطاقات الائتمان (1986م)، ثم التأمين وقروض الطلاب (1990م).
- نمت السوق بشكل كبير منذ ذلك التاريخ، وتقدر الأوراق المالية المصككة في عام 2005م وفي الولايات المتحدة الأمريكية فقط بنحو (3) تريليون دولار.

هيكل التصكيك

- تتطلب عملية التصكيك وجود كمية كبيرة من الديون التي نشأت بسبب شراء المساكن، أو السيارات، أو استخدام بطاقات الائتمان ونحوها.

(قبل التصكيك)

يدفع المقترضون فوائد القرض للبنك

المقترضون (مثل المقترضون من البنك لشراء مساكن)	←	**مالك الدين (مثل البنك العقاري)**

هيكل التصكيك

- تتضمن عملية التصكيك إنشاء شركة ذات غرض خاص Special Purpose Vehicle (SPV) تقوم بشراء الدين من مالكه.

يدفع المقترضون فوائد للبنك (قبل التصكيك)

المقترضون (مثل المقترضون من البنك لشراء مساكن)

مالك الدين (مثل البنك العقاري)

يبيع البنك الدين على الشركة ذات الغرض الخاص

الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) (مصدر الصكوك)

هيكل التصكيك

- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار الصكوك وبيعها على المستثمرين، وتسليم ثمنها لمالك الدين.

مالك الدين
(مثل البنك العقاري)

تدفع الشركة قيمة الدين للبنك

الشركة ذات الغرض الخاص (SPV)
(مصدر الصكوك)

يدفع المستثمرون قيمة الدين (ثمن الصكوك) للشركة

المستثمرون
(حاملو الصكوك)

هيكل التصكيك

- بعد التصكيك، يدفع المقترضون الفوائد للشركة، التي تقوم بدورها بتحويلها للمستثمرين.

المقترضون
(مثل المقترضون من البنك لشراء مساكن)

يدفع المقترضون الفوائد للشركة (بعد التصكيك)

الشركة ذات الغرض الخاص (SPV)
(مصدر الصكوك)

تدفع الشركة الفوائد ثم قيمة الصكوك (عند إطفائها) للمستثمرين

المستثمرون
(حاملو الصكوك)

ملخص هيكل التصكيك

يدفع المقترضون فوائد للبنك (قبل التصكيك)

المقترضون
(مثل المقترضون من البنك لشراء مساكن)

مالك الدين
(مثل البنك العقاري)

تدفع الشركة قيمة الدين للبنك

يبيع البنك الدين على الشركة ذات الغرض الخاص

يدفع المقترضون الفوائد للشركة (بعد التصكيك)

الشركة ذات الغرض الخاص (SPV)
(مصدر الصكوك)

يدفع المستثمرون قيمة الدين (ثمن الصكوك) للشركة

تدفع الشركة الفوائد ثم قيمة الصكوك للمستثمرين

المستثمرون
(حاملو الصكوك)

هيكل التصكيك (ملاحظات عامة)

- تختلف تفاصيل هيكل التصكيك من عملية لأخرى.
- لكون هيكلة التصكيك عملية معقدة يستعين المصدر ببنك استثماري لترتيب العملية (المرتب)
- من أهداف إنشاء الشركة ذات الغرض الخاص تخفيض احتمالات إفلاس المتمول (مالك الدين)، وبالتالي تقليل معدل الفائدة على الأوراق المالية المصككة.

هيكل التصكيك (ملاحظات عامة)

- تقضي المعايير المحاسبية بان يتم بيع الدين بسعر يعكس قيمته السوقية.
- يمكن أن تتضمن عملية التصكيك استخدام مشتقات مالية لغرض التحوط المالي وتقليل مخاطر الأوراق المالية المصككة.
- قد تتضمن عملية التصكيك ضامن لأصل القرض والفوائد (غالباً مالك الدين الأصلي).
- كما قد تتضمن اشتراك طرف ثالث بتقديم أصول إضافية للشركة ذات الغرض الخاص.

هيكل التصكيك (ملاحظات عامة)

- تقوم وكالة التقييم بدراسة هيكل التصكيك وإصدار تقييمها الذي يُضمَّن عادة في نشرة الاكتتاب، لمساعدة المستثمرين في اتخاذ قرار استثماري سليم.
- يقوم المستثمرون بشراء الصكوك من خلال طرح خاص على المستثمرين المؤسسيين (مثل صناديق الاستثمار) أو طرح عام للجمهور.
- قد تصدر الصكوك بعائد ثابت أو متغير مرتبط بمؤشر مثل (ليبور).

هيكل التصكيك (ملاحظات عامة)

- متعهد أو وكيل السداد هو من يحصل فوائد الديون من المقترضين، ويحولها إلى المُصدر (وغالباً ما توكل هذه المهمة لمالك الدين لخبرته في هذا المجال).
- ما يتم تحصيله من المقترضين قد يزيد أو ينقص عن فوائد الصكوك، وتتضمن اتفاقيات التصكيك آلية للتعامل مع هذه الفروقات.
- عادة ما تكون الشركة ذات الغرض الخاص مملوكة بالكامل لمالك الدين، ولذا لا بد من وجود وصي يمثل المستثمرين لمراقبة أداء الشركة.

الصكوك الإسلامية

- استفادت هيكلة الصكوك الإسلامية من عملية التصكيك في الدول الغربية.
- نتيجة للضوابط الشرعية تميزت هيكلة الصكوك الإسلامية بخصائص مختلفة أهمها:
  - يملك المستثمرون في الصكوك الإسلامية (القابلة للتداول) أصول حقيقية سواء كانت أعياناً أم منافع أم خدمات.
  - يتحمل المستثمرون جميع المخاطر المرتبطة بالأصل؛ باعتبارها شركة قائمة على الربح والخسارة.
  - لا يمكن تداول الصكوك التي تستثمر بصيغ مولدة لديون مثل عقود المرابحة والسلم.

مثال: صكوك الإجارة

- ترغب الشركة (أ) في شراء مبنى قيمته (500) مليون ريال، وتريد أن تمول شرائه من خلال إصدار صكوك إسلامية.
- بعد البحث وجدت الشركة (أ) مبنى مناسب، وتفاوضت مع مالكه على السعر النهائي للشراء

مالك المبنى

الشركة (أ)

مثال: صكوك الإجارة

مالك المبنى

الشركة (أ)

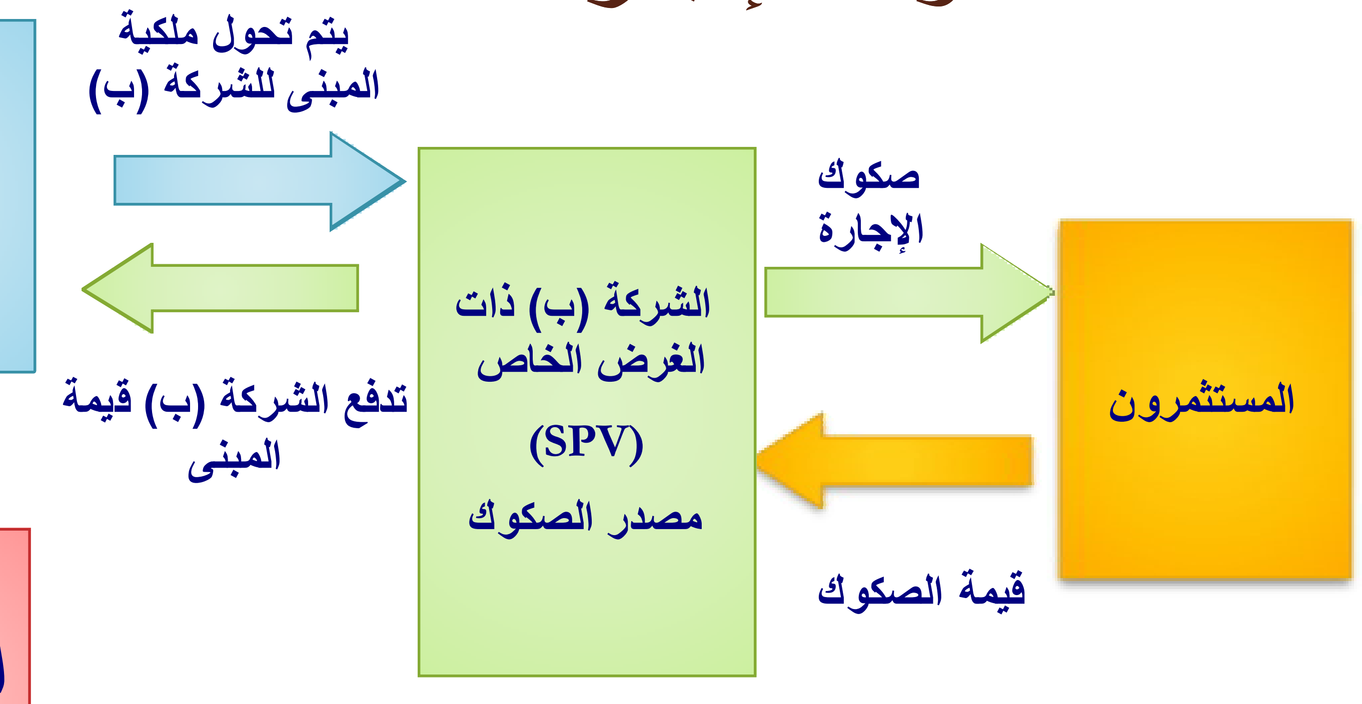
الشركة (ب)
ذات الغرض
الخاص

(SPV)

مصدر الصكوك

تقوم الشركة (أ) بإنشاء شركة لغرض إصدار الصكوك

مثال: صكوك الإجارة



الشركة (أ)

تقوم الشركة (ب) بإصدار شهادات صكوك الإجارة للمستثمرين، وتحصيل قيمتها، وتستخدمها في دفع قيمة المبنى، ونقل ملكيته إليها.

مثال: صكوك الإجارة

تؤجر الشركة (ب) الأرض على الشركة (أ)، وتحصل الإيجار الدوري منها، وتحوله إلى حملة الصكوك



تؤجر الشركة (ب) المبنى على الشركة (أ) لمدة محددة

تدفع الشركة (أ) إيجار نصف سنوي للشركة (ب)

الشركة (ب) ذات الغرض الخاص
(SPV)
مصدر الصكوك

تدفع الشركة (ب) الإيجارات المحصلة كعائد نصف سنوي لحملة الصكوك

المستثمرون

مثال: صكوك الإجارة

تقوم الشركة (أ) بتنفيذ الوعد بإعادة شراء المبنى بعد انتهاء عقد الإجارة بسعر معين (القيمة الاسمية، سعر متفق عليه عند الشراء، أو سعر المبنى في السوق)

المستثمرون

تدفع الشركة (ب) قيمة المبنى لحملة الصكوك

إطفاء الصكوك

الشركة (ب) ذات الغرض الخاص
(SPV)
مصدر الصكوك

تنقل الشركة (ب) ملكية المبنى إلى الشركة (أ)

تدفع الشركة (أ) قيمة المبنى للشركة (ب)

الشركة (أ)

ملاحظات على صكوك الإجارة

- العائد على صكوك الإجارة قد يكون ثابتاً أو متغيراً حسب تغير مؤشر معين (عادة ليبور).
- مالك المبنى قد يكون المتمول نفسه (الشركة أ)، أو جهة مرتبطة به.
- صكوك الإجارة قابلة للتداول لأنها تمثل ملكية في أصل حقيقي (المبنى).
- صكوك الإجارة ذات مخاطر منخفضة نسبياً، لكون عائدها معروف مقدماً (الإيجار).

مقارنة

عنصر المقارنة	السندات	الصكوك التقليدية	الصكوك الإسلامية	الأسهم
تاريخ التطبيق	1600	1970	1990	1600
العلاقة بين المصدر والمستثمر	مديونية (قرض)	مديونية مضمونة بأصول	ملكية حصة شائعة من أصول	ملكية حصة شائعة من أصول
مصدر العائد	سعر الفائدة	سعر الفائدة	العائد من استثمار الأصول	العائد من استثمار الأصول
القابلية للتداول	قابلة للتداول	قابلة للتداول	يعتمد على طبيعة الأصول	قابلة للتداول
المعاملة المحاسبية	داخل الميزانية	خارج الميزانية	خارج الميزانية	داخل الميزانية
درجة المخاطرة	حسب نوع السند	منخفضةنسبياً	تعتمد على صيغة استثمار الأصول	مرتفعة
المدة	مؤقتة	مؤقتة	مؤقتة	غير مؤقتة

مخاطر الصكوك الإسلامية

- تختلف المخاطر باختلاف صيغة استثمار أصول الصكوك.
- المخاطر التشغيلية ذات العلاقة بتعطل منافع أعيان الصكوك
- مخاطر تقلب العوائد الموزعة
- المخاطر المؤسسية والتنظيمية
- مخاطر عدم الالتزام بالضوابط الشرعية لإصدار الصكوك أو تداولها

ملاحظات ختامية

- لا يزال الدور الريادي في إصدار الصكوك الإسلامية لبنوك أجنبية، مع قلة عدد البنوك الاستثمارية الإسلامية المشاركة فيها، بسبب عدم توافر الموارد البشرية المؤهلة.
- لا تزال السوق الثانوية للصكوك ضعيفة لقلة عدد الإصدارات التي يتم تداولها فعلاً، حيث يفضل معظم المستثمرين الاحتفاظ بالصكوك لعدم وجود بدائل لها، ولعدم وجود سماسرة وصناع سوق متخصصين في تقديم عروض وطلبات مستمرة.

ملاحظات ختامية

- تفتقر الصكوك الإسلامية لمؤسسات البنية التحتية المساندة مثل أنظمة التداول والتسوية، ومؤسسات تقييم الإصدارات ومراقبة أدائها، ومعايير محاسبة ومراجعة قياسية.
- هناك حاجة لتوسيع قاعدة المستثمرين من خلال طرح الصكوك في اكتتابات للجمهور.
- من المهم إيجاد البنية التشريعية المنظمة لإصدار الصكوك وإدراجها وتداولها.
- مراجعة هيكلة الصكوك الإسلامية، وتطويرها بما يجعلها أكثر توافقاً مع الضوابط الشرعية، ومتطلبات توزيع المخاطر.